

phyleon
leadership & governance

Betrokkenheid en stewardship: waan en werkelijkheid

Jaap Winter
1 november 2023

De Nederlandse corporate governance code

Beginnelsen van deugdelijk ondernemingsbestuur
en
best practice bepalingen

Commissie corporate governance
9 december 2003

Ami Tans
Manu Buis
Jaap Winker
Jan Kalf
Piet
Ani Westveld
i.o. Jaap Glas
George Mosh
Vredend - D...
Rients Abma
Peter Paul de Vries
Antes Frelon
Peter de K...

De Nederlandse corporate governance code

Beginnelsen van deugdelijk ondernemingsbestuur
en
best practice bepalingen

Secretariaat: Postbus 20201, 2500 EE 's Gravenhage
www.commissiecorporategovernance.nl

4. De code bevat zowel principes als concrete bepalingen die de bij een vennootschap betrokken personen (onder andere bestuurders en commissarissen) en partijen (onder andere institutionele beleggers) tegenover elkaar in acht zouden moeten nemen. De principes kunnen worden opgevat als de moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance. De vennootschap vermeldt elk jaar in haar jaarverslag op welke wijze zij de principes van de code in het afgelopen boekjaar heeft toegepast. De commissie schrijft niet voor hoe een hoofdstuk hierover in het jaarverslag er uit moet zien.

- Waarom staat die zin daar (en nog steeds)?
- Beschikking HR 21 februari 2003 (HBG)
 - Is er een consultatieplicht van de afdeling voordat bestuur een bod afwijst?
 - Nee, zegt de Hoge Raad, noch in de wet, wetsvoorstellen, “noch in de in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance “ vindt zo’n verplichting steun (ro 6.4.2)
 - Die inzichten kunnen dus bron van rechtsplichten zijn
- Vergelijkbaar HR 2007 (ABN AMRO)
 - Geen goedkeuringsrecht afdeling bij verkoop dochter La Salle binnen 2: 107a BW grenzen
 - Ook niet steun in de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging zoals tot uiting komt in de code-Tabaksblad, pr II,IV

Vooruitziende blik

- **Code 2022:** principes niet meer modern, wel breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance
- Principe 1: Het bestuur is **verantwoordelijk** voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en de **duurzame** lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming
 - Dwz. rekening houden met effecten van handelen op mens en milieu
- Na intensief en heftig debat over maatschappelijke zorgplicht bestuurders en commissarissen in wettelijke taakomschrijving
- Minimum, breed gedragen opvatting, ook door heftigste tegenstander als schragende partij onderschreven
- Modern zelfs

Schragende partijen toen en nu

- In 2003 geen sprake van onderhandeling met schragende partijen over inhoud van Code
 - Commissie schreef concept-Code, internet-consultatie en vele gesprekken (o.a. met President-commissarissen in Hilton Hotel)
 - Commissie paste concept aan of niet en dat was het
- In 2022 kennelijk vergaande onderhandelingen over details van de Code met schragende partijen
 - Nooit bedoeld, in de loop der jaren ontstaan
 - Verhindert ambitie in de Code, bevordert behoudzucht
- **Elk nadeel heb z'n voordeel:** schragende partijen kunnen niet ontkennen dat principe 1 een breed gedragen, algemene opvatting over goede corporate governance is, expliciet door hen aanvaard

De Code (2003) en Institutionele Beleggers

- Principe IV.4 (2003) Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigen en hebben een verantwoordelijkheid jegens begunstigen en vennootschappen waarin ze beleggen om zorgvuldig en transparant te beoordelen of zij gebruik maken van hun aandeelhoudersrechten
- IV.4.1: stembeleid en IV.4.2: uitvoering stembeleid en IV.4.3: hoe zij hebben gestemd op website publiceren
- Teleurstelling over vrijblijvende rol van institutionele beleggers
- Een zekere verantwoordelijkheid in de governance van beursvennootschappen

Stewardship Codes (UK)

- UK Stewardship Code 2010: na de financiële crisis IB-ers meer aanspreken op monitoring rol in de governance (Myners)
- Focus op transparant gebruik van stemrecht, monitor investee companies, bereidheid te escaleren ter bescherming van aandeelhouderswaarde
- Versie 2020:
 - ESG moet worden geïntegreerd in stewardship en investment,
 - uitwerking van engagement om aandeelhouderswaarde te beschermen of te versterken
 - Actief uitoefenen van rechten en verantwoordelijkheden (maar vooral transparantie)

Stewardship Code (NL)

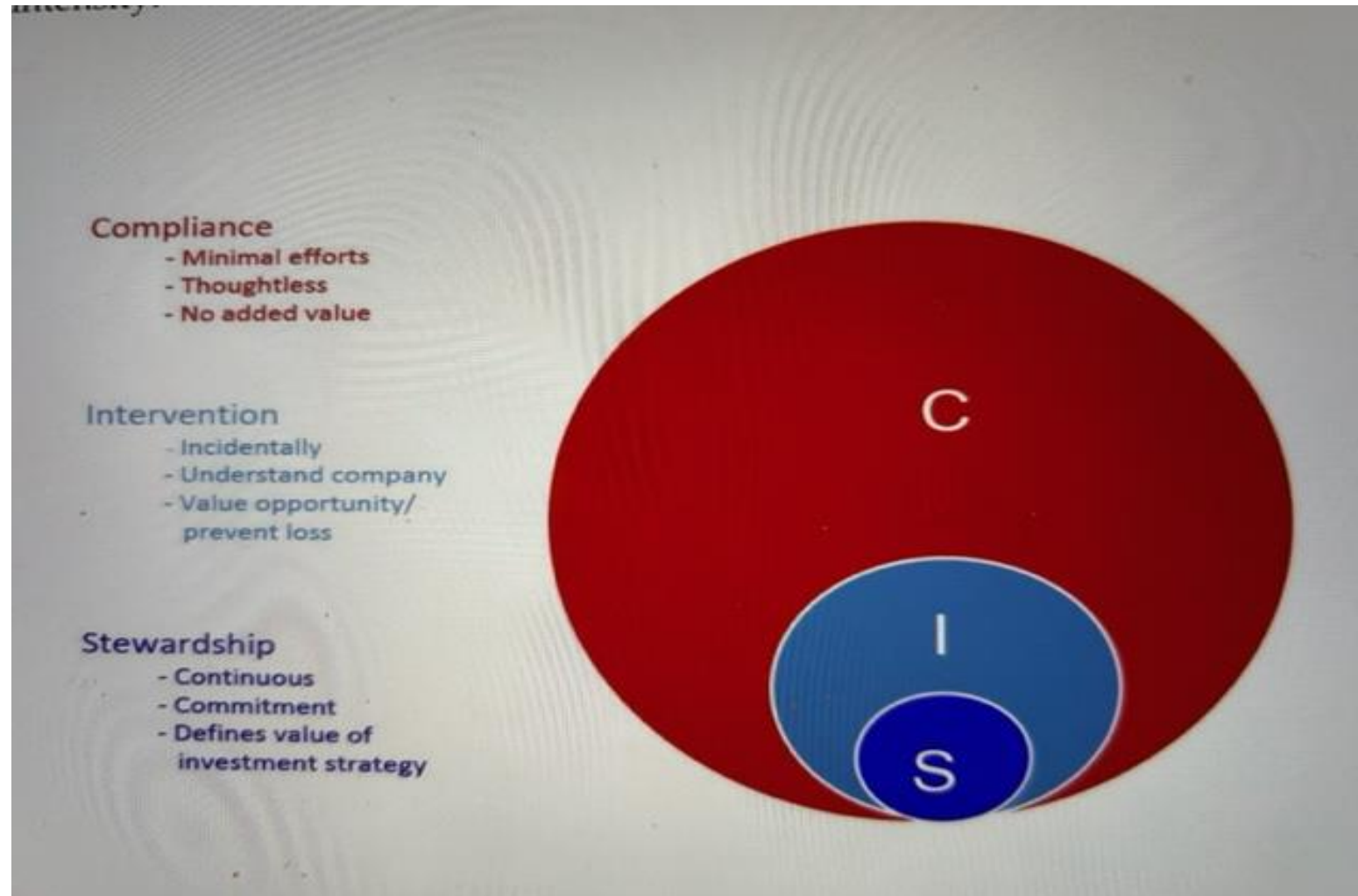
- Eumedion Best Practices voor Betrokken Aandeelhouderschap 2011: vergelijkbaar patroon als UK Stewardship Code, vooral transparantie
- Stewardship Code 2018: verdere uitwerking
- Mede gebaseerd op nieuwe wettelijke verplichtingen in art. 5.87a e.v. Wft ter uitvoering van de aangepaste Richtlijn Aandeelhoudersrechten: pas toe of leg uit plicht ten aanzien van betrokkenheid, gebruik van proxy advisors
- **Rients striks again:** in de preambule onder 5: “Principes kunnen worden gezien als een uitwerking van de algemene beginselen van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap”. Bron van rechtsplichten?
- Principe 1: stewardship beleid moet gericht zijn op behoud en vermeerderen waarde voor begunstigen en lange termijn waardecreatie door NL beursvennootschappen te bevorderen. Sinds 2022: **duurzame Itwc?**

Hoe reëel is stewardship nu helemaal?

- Prikkels en systeem van institutioneel beleggen verzwakken echte betrokkenheid
- Modern Portfolio Theory en excessieve diversificatie: focus op portfolio en mathematische alfa's en beta's: geen betrokkenheid bij ondernemingen
- Constante focus op liquiditeit (geen aandelen blokkeren om te stemmen)
- Intermediation: asset managers concurreren om AUM: constante performance druk;
 - Monks' first rule of asset management: *don't underperform your competitors*
 - *Better to be conventionally wrong than unconventionally right*
- Andere aspecten: fee structuren, beloningsbeleid, mark to market accounting, transaction focus van hele industrie (behalve Warren Buffet)

Source: Jaap Winter, Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership, ssrn.com/abstract=1867564

Vormen van betrokkenheid



Nog even sceptisch

- Marktgedrag nog meer gericht op markt volgen, index beleggen
- Nog meer duwen op stemmen leidt tot nog meer gebruik en volgen van proxy advisors: vorm van *empty voting*
- Index beleggen levert concentratie op, belang bij grotere betrokkenheid
- Model is gebaseerd op minimaliseren van kosten, geen betrokkenheid
- Compliance en incidentele interventie blijven de dominante vormen van betrokkenheid
- Zal ESG dat anders maken?
 - Compliance-druk om alleen groen te beleggen (Taxonomy)
 - Alleen als de IB-er zich als steward wil committeren om ESG te kunnen bevorderen, van bruin naar groen

Kerninvesteers als alternatief

- Exor in Philips
- Commitment, M&A transactie, relationship agreement: belang niet boven 20%, een lid in RvC, niet meewerken aan bod van een derde of activisme
- Dit lijkt op stewardship: lange termijn, geduldig familiekapitaal, niet-voorwaardelijk, gecommitteerd, structurele beïnvloeding, steward zijn kern van waarde van de investering
- Investeringsfonds voor lange termijn, steward-owned beleggingen?
- Focus op echte ESG-stewardship: lange termijn investering om van bruin naar groen te kunnen gaan?
- Als IB-ers wel kunnen committeren aan lange termijn door te investeren in private equity voor superieure financiële opbrengsten, waarom dan niet ook voor de door hen zelf beleden duurzaamheidsimpact?